



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO E AQUISIÇÃO DIRETA DE
IMÓVEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO NA REGIÃO SUDESTE DO BRASIL
ENTRE 2015 E 2017.**

TALITA HATHERLY DE QUADROS

RIO DE JANEIRO

2018

TALITA HATHERLY DE QUADROS

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO E AQUISIÇÃO DIRETA DE
IMÓVEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO NA REGIÃO SUDESTE DO BRASIL
ENTRE 2015 E 2017.**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Luiz Alberto Pereira de Mattos

RIO DE JANEIRO

2018

TALITA HATHERLY DE QUADROS

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO E AQUISIÇÃO DIRETA DE
IMÓVEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO NA REGIÃO SUDESTE DO BRASIL
ENTRE 2015 E 2017.**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (FACC/UFRJ) aprovada pela seguinte banca examinadora:

Prof. LUIZ ALBERTO PEREIRA DE MATTOS – UFRJ (Orientador)

Rio de Janeiro,

Have some fire. Be unstoppable. Be a force of nature. Be better than anyone here, and don't give a damn what anyone thinks. You're on your own. Be on your own.

Grey's Anatomy

AGRADECIMENTO

Primeiramente agradeço a minha mãe, Anna Paula Hatherly, por ter me apoiado incondicionalmente em todas as minhas escolhas em busca dos meus sonhos, por me motivar e estar presentes todos os dias.

Aos meus padrinhos, Marfiza e Eduardo, aos meus primos Eduardo e Pedro e ao meu irmão Dudu, cada um com sua contribuição, me ajudaram, me encorajaram, me acolheram, me apoiaram, estando longe ou perto, de alguma forma fizeram parte desse sonho comigo. E aos meus avós e tio, sei que estão sempre comigo, agradeço por tudo.

A Jackelyne Fernandes agradeço por toda parceria e companheirismo nessa trajetória, por sempre estar disposta a correr atrás dos meus sonhos comigo, sempre acreditando em mim e me mostrando que eu era capaz.

Ao Lucas Silva, agradeço pela amizade de todos esses anos, por todas as vezes que esteve comigo, me apoiou e me fez enxergar que as coisas eram possíveis.

Aos meus amigos da UFRJ que viveram esses quatro anos comigo e pretendo levar pra toda vida, Eduardo do Vale, Luisa Scofield, Juliana Palermo, Thaís Ramalho, Amanda Pacheco, Marianne Nascimento, Nathalia Bizerra, Mabda Barenco.

Aos professores que passaram pela minha vida acadêmica e me ensinaram muito até aqui, me fazendo crescer, em especial ao meu orientador Luiz Alberto Pereira de Mattos, que aceitou o meu tema e esteve disponível para me orientar.

E acima de tudo a Deus.

QUADROS, Talita. **Fundos de Investimento Imobiliário e Aquisição Direta de Imóveis: um estudo comparativo na Região Sudeste do Brasil entre 2015 e 2017.** Orientador: Luiz Alberto Pereira de Matos. Rio de Janeiro: UFRJ/FACC. Monografia em Ciências Contábeis.

RESUMO

REITs brasileiros - *Real Estate Investment Trusts* - conhecido no Brasil como FII (ou “Fundos de Investimento Imobiliário”), foram criadas no Brasil em 1993 e experimentaram uma rápida expansão nos últimos anos, impulsionado por mudanças na regulamentação iniciado em 2008. REITs combinam características dos diferentes mercados: o mercado imobiliário - principal fonte de renda REIT – e o mercado de ações, o ambiente em que são negociadas. REITs beneficia de incentivos fiscais, no entanto, o investimento está sujeito a específicas obrigações reguladoras que limitam a gestão de investimentos, quando comparado a investimentos em ações. Além disso, REITs tendem a ser comparados aos títulos, como parte dos ganhos advindos de aluguel regulares. O impacto de cada um desses mercados subjacentes de comportamento, desempenho e risco deste tipo de investimento, no entanto, não foi claramente definida, sendo um dos principais temas em análise, tanto na literatura acadêmica, como na indústria de fundos internacionais. Nesse sentido, o estudo ora apresentado pretendeu, a partir da revisão bibliográfica e documental, comparar o retorno de investimento em Fundos Imobiliários e o de investimento em aquisição direta de imóveis de 2015 a 2017, e verificou a existente de diferenças no custo de entrada e concluiu-se que o FII é um investimento de maior liquidez.

Palavras Chaves: Fundo de Investimento Imobiliário. Aquisição Direta. Rentabilidade. Mercado Financeiro.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	10
2.1 Investimento Direto em Imóveis	11
2.1.1 Aquisição direta de imóvel para fins de aluguel.....	12
2.1.2 Aquisição de imóvel na planta ou em construção para fins de aluguel futuro	12
2.1.3 Compra impulsionada de imóvel em construção para fins de aluguel.....	12
2.1.4 Aquisição de terreno e edificação própria	13
2.1.5 Construção personalizada (built to suit).....	14
2.1.6 Compra de terreno para especulação.....	14
2.1.7 Loteamento de terrenos	14
2.1.8 Compra especulativa de imóvel	15
2.2 Fundo de Investimento Imobiliário – FII	16
3 VANTAGENS TRIBUTÁRIAS DOS FUNDOS BRASILEIROS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	19
4 METODOLOGIA	22
4.1 Fontes.....	22
4.2 Coletas de dados.....	23
4.3 Análise e Interpretação dos Resultados.....	23
4.4 Discussão dos Resultados	24
5 ANÁLISE DE DADOS.....	25
5.1 Análise Macroeconômica Imobiliária.....	25
5.2 Análise Macroeconômica dos Fundos de Investimento Imobiliário	26
5.2.1 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CENTRO TÊXTIL INTERNACIONAL (CTXT11)	26
5.2.2 MULTIGESTÃO RENDA COMERCIAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII (DRIT11B).....	31
6 CONCLUSÃO	366
7 REFERENCIA	37

1 INTRODUÇÃO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são uma maneira barata de investir no mercado imobiliário e estão se tornando cada vez mais populares. O FII é uma corporação, *trust* ou associação que possui e, na maioria dos casos, opera ativos imobiliários e/ou ativos relacionados a renda, a partir do modelo de fundos mútuos, os FIIs reúnem o capital de inúmeros investidores, o que lhes permite que os investidores individuais ganhem uma parte da renda produzida por meio da propriedade imobiliária comercial, sem ter que sair e comprar ou financiar propriedades ou ativos (BACCI, 2018).

Bacci (2018) informa que em 1993, o Brasil lançou sua versão do *Investment Trusts* (REIT), que ficou conhecido como Fundo de Investimento Imobiliário, ou mesmo FII, a partir da Lei Federal 8.668/93¹ e Instrução 205/94² da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Tal instrução foi revogada pela Instrução 472/08³ também da CVM, e o FII é regulamentado pelas Regras de Operação de Contas, onde são registradas, e submetidas à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários (CMV).

Os FIIs podem ser listados no mercado de ações, e por isso estão listados na BM&FBovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) cujos investidores são, desde 2006, isentos de impostos para pessoas físicas, mas não para empresas - desde que essas pessoas físicas tenham menos de 10% dos FII. Pelo menos 95% do lucro operacional e pelo menos 95% dos ganhos de capital devem ser distribuídos aos participantes semestralmente, no final de junho e dezembro de cada ano, e cuja receita deve ser proveniente da operação de propriedade - aluguel e ganhos de capital (CHAVES, 2018). A receita de investimentos em renda fixa é suscetível a impostos e retenções tributárias de distribuições e o uso de influência é proibido.

De Oliveira Ramos (2018) afirma que esses REITs brasileiros podem possuir e operar investimentos imobiliários. No entanto, destaca que existem mais privados do que aqueles publicamente detalhados, uma vez que são mais frequentemente usados como uma organização

¹ BRASIL. Lei n. 8668, de 25 de jun. de 1993. Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993. **Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.** Brasília, jun. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm>. Acesso em: 10 dez. 2018.

²INSTRUÇÃO CVM 205. Brasil: Online, 1994. 19 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst205consolid.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

³INSTRUÇÃO CVM 472. Brasil: Online, 2008. 71 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

de propósito especial e financiado por capital privado uma vez que as entidades existentes não podem ser transformadas diretamente em um FII.

Os FIIs devem ser aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, portanto, devem ser assinados por unidades, devendo ser formados e administrados por instituições bancárias autorizadas pela CVM (INSTRUÇÃO CVM 472).

Não há fundos mínimos obrigatórios. Um FII não é uma entidade legal, mas um acordo contratual entre investidores e um gestor de fundos. Eles são fechados e podem ter uma duração restrita ou indefinida (BACCI, 2018).

Bacci (2018) destaca que a maioria dos FIIs são pequenas, possuindo apenas uma ou parte de uma propriedade. Assim, a maioria dos REITs brasileiros possui um prédio de negócios ou um shopping center ou, em um caso, um resort. Uma empresa de construção civil não pode deter mais de 25% de um FII. Os detentores de unidades podem ser pessoas jurídicas ou pessoas no Brasil ou fora do Brasil. Não há discriminação entre investidores brasileiros e estrangeiros, conforme previsto na 472/2008 (INSTRUÇÃO CVM 472).

Um FII é classificado como um bom condomínio de investimento em que todas as suas posições são 100% de participação. O site da CVM lista 253 FIIs.

Bacci (2018) e De Oliveira Ramos (2018) afirmam que a escolha do veículo mais adequado para investir em propriedades brasileiras não depende de vantagens fiscais, como muitos pensam, mas das características dos imóveis e do perfil dos investidores.

Nesse sentido, o trabalho ora apresentado fará uma comparação entre o retorno de investimento em Fundos Imobiliários e o de investimento em aquisição direta de imóveis de 2015 a 2017, com intuito de verificar: a) existência ou não de diferença no custo de entrada; b) identificar qual investimento tem maior liquidez; c) identificar vantagens e desvantagens de cada investimento.

2 REVISÃO DA LITERATURA

O estudo da influência de imóveis, ações e mercado de títulos em retornos REIT e títulos imobiliários como alternativa de investimento têm sido o foco de grandes esforços de pesquisa científica (Bouldry, Coulson, Källberg, e Liu, 2012; He, Webb, e Myer, 2003), no entanto, não há um consenso geral sobre as conclusões.

De acordo Glascock, Lu, So (2000), considerando que a porcentagem relevante dos recursos de capital REIT's tem de ser investida em ativos imobiliários, é intuitivo pensar que os preços do FII sejam regulados pelo mercado imobiliário, no entanto, como há mais participantes do mercado financeiro, especialmente investidores não individuais, é possível que os fatores do mercado de ações tenham uma maior influência sobre o comportamento de retorno, parcialmente motivado pelo aumento no volume de transações e o acompanhamento adequado do mercado.

Westerheid (2006) encontrou evidências de que REITs internacionais (amostras de 1990-2004, de 8 países) são uma classe de ativos diferente de títulos e ações, e que estes fundos tendem a funcionar como substituto para direcionar investimentos imobiliários no longo prazo. Outras pesquisas empíricas sobre REITs internacionais, e especialmente REITs dos EUA concluiu que o comportamento REITs difere no tempo, tendendo a se comportar como ações no curto prazo e, como investimentos imobiliários diretos a longo prazo (Bouldry et al, 2012; Clayton; Mackinnon, 2003; Hoesli, Oikarinen, 2012; Ling, e Naranjo, 1999). Por outro lado, cointegração com títulos foi encontrada por Giliberto (1990) e He, Webb e Myer (2003).

Lee e Stevenson (2005) e Sebastian e Zhu (2012) centraram-se sobre o papel diversificado dos REITs em uma carteira mista e seus benefícios, concluindo que, apesar de grande influência do mercado imobiliário no comportamento de retorno no longo prazo, as suas características de risco voltam a torná-los uma classe de ativos alternativa única, diferente de ações, títulos ou bens próprios da fazenda. Muller e Muller (2003) chegaram à mesma conclusão, por meio de análise de sensibilidade sobre a carteira mista hipotética composta por títulos; ações e títulos, e; ações e imóveis diretos. Aplicando a abordagem Markowitz⁴, eles demonstraram que a inclusão de REIT numa carteira mista melhora substancialmente o desenho

⁴ A moderna teoria do portfólio (MPT) é uma teoria sobre como os investidores avessos ao risco podem construir portfólios para otimizar ou maximizar o retorno esperado com base em um dado nível de risco de mercado, enfatizando que o risco é uma parte inerente da maior recompensa. De acordo com a teoria, é possível construir uma "fronteira eficiente" de portfólios ótimos, oferecendo o máximo de retorno esperado possível para um dado nível de risco. Esta teoria foi pioneira por Harry Markowitz em seu trabalho "Portfolio Selection", publicado em 1952 pelo *Journal of Finance*.

fronteira eficiente em ambos os casos.

Embora a pesquisa internacional sobre REITs seja bastante vasta, o assunto foi ainda pouco explorado na literatura brasileira, especialmente depois de 2008, quando os REITs brasileiros tiveram sua maior expansão.

Securato et al. (2005) concluiu que o preço das ações REIT's brasileiras foram impactados por pagamento de dividendos; em segundo lugar, que FIIs foram percebidos como ativos não líquidos com alto risco quando comparado a outros investimentos disponíveis no mercado e que a rentabilidade foi, em geral, fortemente influenciada pela indústria imobiliária. Consentino e Alencar (2011) e De Castro (2012) descobriram que o aumento dos preços de ações FII, amostras de 2007-2011/2012, também seguiram o mercado imobiliário.

Por outro lado, as ações FII de apreciação indicaram ganhos não só pela distribuição de dividendos, mas provavelmente de maior exposição aos mercados de capitais. Sem cointegração com mercado de ações foi encontrado também sugerindo que REITs funcionaria como *hedge* para investimentos em ações (De CASTRO, 2012).

Considerando amostra 2011-2013, Milani e Ceretta (2013) não encontraram correlação significativa entre os retornos FII e desempenho das empresas de construção, mas concluíram que REIT relativos a altos retornos médios e baixo desvio padrão sugerem que estes fundos são uma alternativa interessante para os investidores, uma vez que o novo aumento no retorno da carteira pode não incorrer no risco adicional.

2.1 Investimento Direto em Imóveis

Bacci (2018) diferenciou patrimônio de investimento, relacionando o primeiro a moradia e o segundo, a aquisições posteriores ao primeiro imóvel, este destinado a moradia. Desta feita, o autor indica que a partir do segundo imóvel, muitas vezes destinado a uso esporádico ou ainda para aluguel por temporada ou ainda em caráter contínuo, abrangendo imóveis comerciais ou para arrendamento agrícola, compra de terrenos que poderão sofrer valorização futura substancial, também abarca participação na construção de imóveis para fins comerciais, residenciais ou industriais.

Desta feita, Bacci (2018) afirma que podem ser considerados investimentos aquele capital investido em imóveis que não serão destinados a moradia pelo proprietário. Para o autor a distinção é necessária pois a finalidade interfere na relação custo-benefício que o proprietário tem com o mesmo, defendendo um “modelo mental utilitarista” que é pragmático.

Ao fixar o mercado imobiliário para fins de investimento, o autor sugere formas de investimento possíveis, seus riscos e resultados possíveis.

2.1.1 AQUISIÇÃO DIRETA DE IMÓVEL PARA FINS DE ALUGUEL

A compra de imóvel para fins de aluguel é uma forma bastante conhecida de investimento, que se pauta nos ganhos através da valorização do imóvel ao longo do tempo, a despeito da renda originada pelo aluguel. De acordo com Bacci (2018) os riscos dessa modalidade se encontram na vacância (ausência de inquilinos), inadimplência, necessidade de reparos ou ainda obras cuja responsabilidade é do locador, despesas para fins de reforma entre as locações e ainda a possibilidade de desvalorização do imóvel e, por conseguinte, do seu valor de aluguel (BACCI, 2018).

2.1.2 AQUISIÇÃO DE IMÓVEL NA PLANTA OU EM CONSTRUÇÃO PARA FINS DE ALUGUEL FUTURO

Bacci (2018) aponta que outra estratégia de investimento é a aquisição de imóveis não totalmente construídos. É um investimento parecido ao anterior, porém diferencia-se no quesito totalmente entregue e pronto, o que inclui não estar totalmente pago. O autor alerta para dois riscos: advindos da construção em si e o de falta de inquilino inicial. Quanto ao primeiro risco, Bacci (2018) o classifica como baixo, porém pode se disseminar em casos em que a construtora enfrente problemas ou apresentar problemas pontuais, no caso de atraso na entrega ou ainda na conclusão de um empreendimento.

No que concerne a vacância inicial, Bacci (2018) e De Oliveira Ramos (2018) advém da entrada de muitos imóveis novos em dado momento, o que implica em muita oferta em um mesmo empreendimento, com pouca variação de modelos, acirrando a competição entre elas. Porém, a aquisição de um imóvel novo é mais vantajosa, uma vez que um imóvel novo é mais valorizado que um mais antigo. Outro fator que Bacci (2018) e De Oliveira Ramos (2018) destaca é que um imóvel novo tem sua aquisição facilitada pelo parcelamento, haja vista que as próprias construtoras oportunizam o parcelamento por crediário próprio.

2.1.3 COMPRA IMPULSIONADA DE IMÓVEL EM CONSTRUÇÃO PARA FINS DE ALUGUEL

Similarmente a estratégia anterior, diferencia-se no fato de que a receita do aluguel fará frente a liquidação parcial dos custos de aquisição. Diz-se “alavancado” acerca da estrutura financeira empregada na operação (BACCI, 2018). Nas estratégias anteriormente apresentadas, presume-se que o comprador do imóvel possui recursos suficientes para arcar com as despesas de compra e também as despesas de manutenção do bem, independentemente de ser imediatamente ocupado ou não. Nesse sentido, Bacci (2018) destaca que na compra impulsionada os adquirentes se preparam para vivenciar duas fases independentes: a) a fase em que não há renda, ou porque o imóvel não está pronto ou não foi entregue, e posterior a entrega, está vacante, e; b) fase em que o imóvel está alugado, porém a renda advinda do aluguel fará frente as parcelas ou de parte destas, contribuindo para a diminuição de despesa mensal de compra. Bacci (2018) alerta que há um risco adicional nessa modalidade, que diz respeito a extensão do período de vacância por tempo superior ao estimado.

Desta feita, é arriscado para o adquirente a situação em que ele conta com a renda de aluguel para quitar as parcelas do imóvel, o que implicará em complicações futuras. Bacci (2018) afirma que a compra impulsionada, apesar de alavancar o mercado, gera um fluxo de caixa negativo por prolongado período, na maioria das vezes por todo o período de compra do imóvel. Por conta deste possível déficit, a estratégia se assemelha mais como uma via de aumento patrimonial do que de um viés de investimento⁵.

2.1.4 AQUISIÇÃO DE TERRENO E EDIFICAÇÃO PRÓPRIA

Modalidade em que a aquisição do terreno e a construção não realizadas pelo adquirente final, o qual se torna único proprietário do todo. Nesse cenário, Bacci (2018) alerta para dois novos riscos: a falta de *know how* do adquirente e financiamento.

A construção gerida pelo próprio dono tem ritmo diferente daquela acompanhada pela construtora. Além disso, as despesas e custos ficam por conta do investidor, que é o dono. A falta de experiência pode incorrer em dispêndios, além de planejamento incorreto sobre custos, tamanho e prazos. Tais pontos justificam o fato de que um imóvel pronto é mais custoso em virtude de não haver o risco de construção (BACCI, 2018).

⁵ A diferença entre a estratégia alavancada e não alavancada é bem sutil, e nada padronizada. Mas por envolver riscos maiores que vale a pena destacar a diferença, principalmente pelos longos prazos envolvidos. É o tipo de situação que na matemática faz todo sentido, mas que o longo prazo permite que problemas se acumulem, os problemas acumulados corroendo bastante as chances de sucesso da operação.

A construção própria objetiva a redução do custo total a custo do investidor assumir vários outros riscos.

2.1.5 CONSTRUÇÃO PERSONALIZADA (BUILT TO SUIT)

De um modo geral, os imóveis são semelhantes entre si. Constituem-se de terreno e edificação. Os imóveis de caráter residencial tendem a ser mais simples, como observado em sua divulgação por meio de anúncios, normalmente são apresentados de modo simplificado, com a quantidade de cômodos e vagas de garagem. Os imóveis para fins comerciais parecem ser mais genéricos, ainda, cujos anúncios se resumem a metragem quadrada. Bacci (2018) acrescenta a particularidade dos imóveis logísticos industriais, que apresentam muitas especificidades. Tal tipo de construção necessita ser tratada de forma atípica, pelos contratos atípicos, e pela modalidade de construção *Built to suit* (BTS).

2.1.6 COMPRA DE TERRENO PARA ESPECULAÇÃO.

A compra de terrenos para especulação parte da ideia de que eles são ativos imobiliários, potencialmente de menor valor que um imóvel pronto ou ainda daqueles que estão em construção.

Nesse sentido, essa modalidade se pauta na aquisição de um lote ou terreno com o intuito único de revendê-lo, por um valor maior do que o investido (BACCI, 2018).

Independentemente do tamanho da área, a compra especulativa vislumbra o risco das expectativas não se concretizarem no que concerne à valorização do imóvel, que está diretamente relacionada ao desenvolvimento de seu entorno. Sem a valorização virão as despesas através dos custos explícitos (manutenção, impostos, limpezas, cercas) e os custos de oportunidade⁶.

2.1.7 LOTEAMENTO DE TERRENOS

⁶ O custo de oportunidade se refere, em termos leigos, a perda que se tem em um investimento comparado ao resultado que se teria em outro investimento. Geralmente se compara o retorno esperado de um investimento mais arriscado com os rendimentos esperados de uma aplicação mais conservadora. Se o seu investimento mais arriscado rende menos que um investimento conservador você está correndo um risco a toa (ou simplesmente perdendo dinheiro).

Bacci (2018) e De Oliveira Ramos (2018) trazem que terrenos maiores, possuem preços mais altos, porém os valores de metro quadro são inversamente proporcionais ao tamanho dos mesmos. Similarmente acontece com os terrenos menores: valem menos, mas o seu metro quadrado é mais caro. Nesse sentido, o loteamento de terrenos é uma opção que reequilibra essa função matemática.

Por outro lado, Bacci (2018) informa que o processo administrativo que envolve tal investimento é um complicador. A aprovação para loteamento envolve muitos entes autorizadores, e envolve custos substanciais. O que não afasta o risco de empreendimento não deslancar. O fator venda é essencial para o sucesso dessa estratégia (BACCI, 2018).

2.1.8 COMPRA ESPECULATIVA DE IMÓVEL

Uma das maiores tentações que os investidores enfrentam ao fazer um investimento direto em propriedades é especular: comprar uma propriedade com a esperança de vendê-la com um lucro substancial no futuro próximo. Investir em renda é o mesmo que adquirir a melhor fonte, assim, a propriedade encontrada, administrada e mantida dará os melhores retornos em forma de renda mensal, ano após ano, enquanto também aumenta em valor, produz crescimento de capital.

Normalmente tal estratégia respeita o seguinte fluxo: os investidores compraram propriedades quando o mercado está em baixa e todos os outros estão vendendo, e vendem quando o mercado estava em alta e todo mundo estava comprando (De OLIVEIRA RAMOS, 2018).

A especulação bem-sucedida com a propriedade requer um tempo excelente, altas taxas de crescimento de capital, um mercado no qual a demanda excede a oferta, bem como a capacidade financeira de arcar com os custos de uma propriedade enquanto um comprador é encontrado (BACCI, 2018).

O autor faz um alerta quanto ao fato de que especular com propriedade é perigoso. Isso ocorre porque a propriedade é um ativo ilíquido, o que significa que pode levar meses para ser vendida, especialmente devido aos rigorosos critérios de empréstimo impostos pelos bancos aos compradores e às atuais baixas taxas de crescimento de capital.

Ele diz que uma estratégia superior de investimento em propriedade direta está se concentrando na geração de renda, o que permite aos investidores contornar os potenciais armadilhas associadas à especulação com propriedade, enquanto ainda se beneficia das vantagens.

Quando o investidor se concentra no potencial de geração de renda de uma propriedade, ele diz que está inevitavelmente baseando sua decisão nos fatores que também garantirão um bom crescimento de capital ao longo do tempo e garantirão que a propriedade possa ser vendida por um preço justo no futuro BACCI, 2018, De OLIVEIRA RAMOS, 2018).

Esses fatores incluem a localização e as amenidades na área, a demanda de aluguel pelo tipo específico de propriedade na área, a condição do prédio e os custos contínuos, entre outros.

2.2 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII

Em 1993, o Brasil lançou sua versão de *Real Estate Investment Trusts* (REIT), O QUE é conhecido como Fundo de Investimento Imobiliário, ou FII, a partir da Lei Federal 8.668/93 e instrução 205/94, revogada pela Instrução 472/08 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É regulamentado pelas Regras de Operações do Fundo, onde são registrados, submetidos à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários - CMV. Por definição, Fundo de Investimento Imobiliário (FII) são:

Uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, e destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários, tais como a construção e a aquisição de imóveis para posterior locação ou arrendamento. (CVM, 2010)

FIIs podem ser listados no mercado de ações, a BM&BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), tem pelo menos 253 investidores. Desde 2006, eles são isentos de impostos para pessoas físicas, mas não para empresas - desde que essas pessoas tenham menos de 10% do FII (BACCI, 2018; CHAVES, 2018).

Bacci (2018) e Chaves (2018) afirmam que pelo menos 95% do lucro operacional e pelo menos 95% dos ganhos de capital devem ser distribuídos aos participantes semestralmente, no final de junho e dezembro de cada ano.

Essa receita deve ser proveniente da operação de imóveis - aluguel e ganhos de capital. A receita proveniente de investimentos de renda fixa está sujeita a impostos e retenção fiscal de distribuições. O uso de alavancagem é proibido (BACCI, 2018; CHAVES, 2018; De OLIVEIRA RAMOS, 2018).

Esses REITs brasileiros podem possuir e operar investimentos imobiliários. No entanto, existem mais privados do que os listados publicamente. É mais frequentemente usado como uma entidade de propósito específico e financiado por capital privado. As entidades existentes

não podem ser transformadas em um FII. Os FIIs devem ser aprovados pela CVM e, portanto, devem ser assinados por unidades. Eles devem ser formados e administrados por instituições financeiras autorizadas pela CVM (BACCI, 2018; CHAVES, 2018; De OLIVEIRA RAMOS, 2018).

Não há capital mínimo exigido. Um FII não é uma entidade legal, mas um acordo contratual entre investidores e um gestor de fundos. Eles são fechados e podem ter duração limitada ou indefinida. A maioria dos FIIs são pequenas. Eles possuem apenas uma ou uma parte de uma propriedade. Assim, a maioria dos REITs brasileiros possui um prédio de escritórios ou um shopping center ou, em um caso, um hotel.

Uma empresa de construção civil não pode deter mais de 25% de participação em um FII. Os detentores de unidades podem ser pessoas jurídicas ou físicas no Brasil ou no exterior. Não há discriminação entre investidores brasileiros e estrangeiros (INSTRUÇÃO 242 CVM).

Um FII é classificado como um condomínio de investimento. Eles são proibidos por lei de usar alavancagem, como afirmaram Bacci, 2018; Chaves, 2018; De Oliveira Ramos, 2018, então todas as suas posições são 100% de capital próprio.

O Guia CVM 01 (2015) menciona que as principais vantagens dos Fundos de Investimento Imobiliário são:

- Acesso ao Mercado Imobiliário: o Fundo de Investimento Imobiliário permite a formação de uma carteira composta de empreendimentos imobiliários ou de ativos ligados a esse setor, os quais, pelo volume de recursos envolvidos, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimentos no setor imobiliário.
- Ganhos de Escala: ao aplicar em um Fundo de Investimento Imobiliário, é possível para o pequeno investidor obter condições semelhantes às oferecidas aos grandes investidores, uma vez que a soma de recursos dos diversos investidores proporciona ao Fundo maior poder de negociação. Além disso, os custos da administração dos investimentos do Fundo são diluídos entre todos os cotistas, na proporção de suas participações.
- Diversificação: os Fundos de Investimento Imobiliário representam uma oportunidade de diversificação de aplicações para o investidor, pois os rendimentos de suas cotas estão atrelados ao mercado imobiliário. O Fundo de Investimento Imobiliário agrega vantagens do mercado de valores mobiliários ao investimento no mercado imobiliário, como por exemplo, a aquisição de ativos financeiros que representam a propriedade de bens imóveis.
- Simplificação: o investidor não precisa se ocupar pessoalmente dos procedimentos referentes a certidões, escrituras, recolhimento do Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis - ITBI, entre outras despesas, pois tais assuntos são de responsabilidade do Administrador do Fundo. Também não caberá diretamente ao investidor a adoção de providências relativas à manutenção, à conservação e aos reparos dos imóveis. É importante lembrar que o Administrador sempre utilizará recursos do Fundo para fazer frente a quaisquer despesas relacionadas com o cumprimento destas obrigações.
- Possibilidade de Fracionar o Investimento: caso o investidor necessite utilizar parte dos recursos aplicados, não precisará, como no investimento direto em imóveis, liquidar todo o seu investimento, podendo vender no mercado secundário, caso

líquido, apenas a quantidade de cotas suficientes para suprir a sua necessidade. (GUIA CVM 01, 2015)

De acordo com a BM&FBOVESPA, são vantagens dos FIIs:

- I - Permite ao investidor aplicar em ativos relacionados ao mercado imobiliário sem, de fato, precisar comprar um imóvel.
- II - Não há a necessidade de desembolsar todo o valor normalmente exigido para investimento em um imóvel.
- III - Diversificação em diferentes tipos de ativos do mercado imobiliário (ex.: shopping centers, hotéis, residências etc.).
- IV - As receitas geradas pelos imóveis ou ativos detidos pelo fundo são periodicamente distribuídas para os cotistas.
- V - Aumento nos preços dos imóveis do fundo gera aumento do patrimônio do fundo e, consequentemente, valorização do valor das suas cotas.
- VI - Todo o conjunto de tarefas ligadas à administração de um imóvel fica a cargo dos profissionais responsáveis pelo fundo: busca dos imóveis, trâmites de compra e venda, procura de inquilinos, manutenção, impostos, etc. (BM&FBOVESPA, 2018).

Investimentos Imobiliários têm sido considerados um bom instrumento para proporcionar diversificação sem aumentar o risco da carteira, especialmente considerando uma carteira contendo ações, embora o investimento imobiliário direto tenha várias desvantagens, tais como baixa liquidez e altos custos de transação. *Real Estate Investment Trusts* (REITs) são uma alternativa de investimento bem conhecido por muitos investidores que visam superar essas dificuldades (PARKER, 2011). REITs têm sido capazes de minimizar o problema de liquidez, uma vez que têm ações negociadas (BACCI, 2018; CHAVES, 2018; De OLIVEIRA RAMOS, 2018, PARKER, 2011).

3 VANTAGENS TRIBUTÁRIAS DOS FUNDOS BRASILEIROS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

O FII (Fundo de Investimento Imobiliário) é um veículo para investimentos no setor imobiliário brasileiro. Um FII pode manter em seu portfólio uma extensa variedade de ativos, incluindo bens imóveis, hipotecas e outros títulos imobiliários, títulos de empresas de bens imóveis, bem como participação em outros fundos de investimento. Com relação a certas classes de tais ativos, os FII, se adequadamente estruturados, podem fornecer benefícios fiscais relevantes, especialmente para investidores que sejam pessoas físicas (CHAVES, 2018).

O FII é uma entidade de fluxo contínuo que não está sujeita aos impostos usuais de receita aplicáveis às empresas brasileiras (CHAVES, 2018). No nível do investidor, os ganhos obtidos com o investimento em um FII podem estar sujeitos ao imposto de renda no Brasil, que (assim como a alíquota aplicável) dependerá de (i) como os ganhos foram obtidos, (ii) se o investidor é uma entidade natural ou legal, e (iii) quando o investidor é residente, domiciliado ou constituído (CHAVES, 2018).

Ganhos decorrentes da distribuição de recursos, bem como amortização ou resgate de cotas serão tributados da seguinte forma, à luz da Instrução CVM 472:

- Pessoas físicas, residentes ou domiciliadas no Brasil ou no exterior: estão isentas de imposto de renda, desde que (a) as quotas FII sejam negociadas exclusivamente em bolsas, (b) sejam mantidos pelo menos 50 diferentes investidores, e (c) O investidor que pretenda se beneficiar da isenção não detenha mais de 10% dos contingentes FII nem tenha direito a mais de 10% do produto do FII; e
- Pessoas jurídicas e pessoas físicas não isentas: estão sujeitas a imposto de renda a uma taxa fixa de 20%, se o investidor for residente, domiciliado ou instalado no Brasil, e 15%, se o investidor é residente, domiciliado ou no exterior, dos recursos distribuídos (no caso de amortização ou resgate, no entanto, apenas o ganho líquido do investidor é tributado). Tal imposto, quando aplicável, será cobrado no momento em que o FII transfere lucros para os investidores.

Vale ressaltar que os FIIs devem transferir para os investidores pelo menos 95% de seus lucros reconhecidos a cada semestre com base no regime contábil de caixa (de acordo com as demonstrações financeiras de 30 de junho e 31 de dezembro) (BACCI, 2018, CHAVES, 2018, INSTRUÇÃO CVM 472). Tal regra tem como objetivo evitar que os lucros permaneçam não tributados indefinidamente.

A distribuição direta de dividendos pelas empresas investidas aos investidores da FII está isenta do imposto de renda. Por outro lado, o pagamento direto de *juros sobre capital próprio* pelas empresas investidas aos investidores do FII está sujeito ao imposto de renda retido na fonte à alíquota fixa de 15% (CHAVES, 2018). Tais regras aplicam-se a todos os investidores, sejam pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliados ou estabelecidos no Brasil ou no exterior. Adicionalmente, o PIS e a COFINS incidirão sobre pagamento direto de juros sobre o patrimônio líquido para pessoas jurídicas constituídas no Brasil (CHAVES, 2018).

A receita de FII e ganhos de investidores decorrentes da distribuição de recursos, bem como a amortização ou resgate de cotas, não estão sujeitos ao PIS e COFINS, que são geralmente incidentes sobre o resultado das empresas imobiliárias instaladas no Brasil (via de regra natural pessoas físicas e jurídicas constituídas no exterior não estão sujeitas ao PIS e COFINS) (CHAVES, 2018).

Quanto às vendas de cotas a terceiros, Chaves (2018) esclarece que os ganhos serão tributados da seguinte forma: (1) se o investidor for residente, domiciliado ou instalado no Brasil, a uma taxa fixa de 20% do ganho líquido total dos investidores no respectivo mês de todas as transações envolvendo cotas de FIIs (no entanto, se o investidor for uma pessoa física e a transação não ocorrer em uma troca, a taxa de 20% será calculada sobre o ganho de capital de cada transação separada); e (2) se o investidor for residente, domiciliado ou estabelecido no exterior, seja pessoa física ou jurídica, as transações (a) executadas nas trocas serão livres de impostos, e (b) as transações realizadas fora das bolsas serão tributadas a uma taxa fixa de 15% do ganho líquido total dos investidores com todas as transações envolvendo quotas de FIIs no respectivo mês. O imposto de renda devido na venda de cotas,

Em qualquer cenário, se o investidor for residente ou domiciliado no Brasil e uma pessoa física, o imposto de renda retido ou pago é final e nenhum valor adicional é devido ao IR brasileiro. Se o investidor for uma pessoa jurídica constituída no Brasil, os ganhos realizados, bem como o correspondente imposto retido e pago, serão levados em consideração para o cálculo do lucro tributável total do investidor, e poderá ser necessário o pagamento adicional de imposto de renda, juntamente com a contribuição social sobre o lucro líquido, PIS e COFINS (CHAVES, 2018; INSTRUÇÃO CVM 472).

Além disso, os investidores dos FIIs também podem estar sujeitos a um imposto sobre transações financeiras (IOF) sob as categorias "Títulos" e "Câmbio de divisas". No entanto, as taxas atuais aplicáveis às transações relacionadas aos FIIs são zero (CHAVES, 2018).

Regras específicas aplicam-se a investidores domiciliados fora do Brasil em jurisdições que não imponham imposto de renda ou cobrança de imposto de renda a alíquota inferior a 20%

(frequentemente denominados paraísos fiscais) ou que sejam organizadas sob um tipo de entidade empresarial considerada regime tributário privilegiado. Tais investidores estão sujeitos ao mesmo tratamento tributário aplicável a pessoas físicas residentes no Brasil na distribuição de recursos, bem como resgate, amortização e venda de cotas. Os dividendos pagos ao paraíso fiscal domiciliado e o "regime fiscal privilegiado" aos investidores estrangeiros são - como de costume - isentos do imposto de renda. Os juros pagos sobre o patrimônio líquido para esses investidores, por outro lado, estão sujeitos a um imposto de renda retido na fonte de 25% (em vez dos 15% normais) (CHAVES, 2018; INSTRUÇÃO CVM 472).

Apesar de seu status de entidade *flow-through*⁷, os ganhos obtidos pelo FII com investimentos em instrumentos financeiros que não hipotecas e títulos imobiliários estão sujeitos ao mesmo regime de imposto de renda geralmente incidente a aplicações financeiras no Brasil. No entanto, esse encargo pode ser compensado com o imposto de renda devido no momento em que o FII transfere esses ganhos para os investidores. Ganhos decorrentes de investimentos em hipotecas e títulos imobiliários estão isentos do imposto de renda (CHAVES, 2018; INSTRUÇÃO CVM 472).

O FII perderá seu status de entidade de fluxo se investe em empreendimentos em que o incorporador, o construtor ou outro investidor também é um investidor do FII que detém, severa ou conjuntamente, com pessoas relacionadas mais de 25% do FII cotas. Nesse caso, os FII estarão sujeitos ao mesmo regime tributário aplicável às empresas brasileiras. O objetivo de tal regra é desestimular as empresas do setor imobiliário de se beneficiarem das vantagens fiscais concedidas aos FIIs em empreendimentos em que não há pequenos investimentos de terceiros (CHAVES, 2018; INSTRUÇÃO CVM 472).

Dadas todas as suas peculiaridades, o FII nem sempre é o veículo mais adequado para investimentos de *private equity* no setor imobiliário brasileiro, embora sob certas circunstâncias ele possa oferecer vantagens fiscais substanciais se for devidamente estruturado. Portanto, antes de recorrer ao FII, é importante considerar cuidadosamente se outros veículos de investimento não seriam mais eficientes quanto ao imposto (CHAVES, 2018).

⁷ Entidades que intermediam fluxos

4 METODOLOGIA

O trabalho debruçou-se sobre o estudo comparado de retorno de investimentos de Fundo Imobiliário e investimento em aquisição direta de imóveis no período de 2015 a 2017. Para tal análise a abordagem da pesquisa será quantitativa e qualitativa.

Será quantitativa haja vista que se trata de uma pesquisa social que utiliza técnicas estatísticas, partindo do pressuposto de que tudo deve ser quantificado, utilizando-se de recursos e de técnicas estatísticas, tais como: percentagens, média, moda, mediana, etc.

As pesquisas quantitativas são aquelas em que os dados e as evidências coletados podem ser quantificados, mensurados. Os dados são filtrados, organizados, tabulados, enfim, preparados para serem submetidos a técnicas e/ou testes estatísticos (MARTINS; THEÓFILO, 2007, p. 135).

A abordagem qualitativa objetiva entender um fenômeno específico em profundidade, trabalhando com descrições, comparações, interpretações e atribuições de significados, permitindo a investigação de valores, crenças, hábitos, permitindo que o pesquisador se aprofunde no estudo do fenômeno ao mesmo tempo em que tem o ambiente natural como a fonte direta da coleta de dados.

Segundo Gil (2002, p. 133):

A análise qualitativa depende de muitos fatores, tais como a natureza dos dados coletados, a extensão da amostra, os instrumentos de pesquisa e os pressupostos teóricos que nortearam a investigação. Pode-se, no entanto, definir esse processo como uma sequência de atividades, que envolve a redução dos dados, a categorização desses dados, sua interpretação e a redação do relatório.

4.1 Fontes

Revisão de bibliografia e documental de livros e artigos acerca do tema, cujos descritores aplicados foram rentabilidade, fundo de investimentos imobiliários, REITS, imóveis, aquisição direta.

Para a escolha das fontes, considerou-se como parâmetro aquelas que abordassem rentabilidade, fundo de investimentos imobiliários, REITS, imóveis, aquisição direta, por conseguinte atendessem a temática, e excluídas, por tanto, as que não contemplassem o assunto.

Também foram utilizados dados financeiros fornecidos pelo Relatório Mensal dos respectivos administradores dos Fundos de Investimento escolhidos para a análise: Fundo de

Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional (CTXT11) e o Multigestão Renda Comercial Fundo de Investimento Imobiliário – FII (DRIT11B), os quais foram localizados no sítio eletrônico da Comissão de Valores Imobiliários e na página eletrônica BM&FBOVESPA.

O exame dos dados disponíveis de desempenho dos Fundos de Investimento Imobiliário através do valor patrimonial da cota, da rentabilidade patrimonial mensal e da distribuição de rendimento, que ocorre mensalmente aos investidores. Através da verificação apenas das características dos Fundos de Investimento Imobiliário que estejam ao alcance de pequenos e médios investidores mediante oferta pública, a fim de se fazer uma comparação justa com a venda direta de imóveis, considerando que o comprador seja de classe média. Além disso, serão utilizadas amostras de preços de venda de imóveis nos estados da região Sudeste do Brasil, abrangendo o Espírito Santo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo. A análise estará compreendida de janeiro de 2015 a dezembro de 2017.

A partir da coleta e da depuração dos dados, será feita a análise do desempenho de cada um dos Fundos de Investimento Imobiliário observados, considerando a sua distribuição de renda mensal e a variação da rentabilidade de suas cotas mensalmente, e do preço dos imóveis selecionados e qual será sua rentabilidade se forem vendidos pelo mesmo período de investimento nos Fundos de Investimento Imobiliário.

4.2 Coletas de dados

- a) Leitura exploratória de toda a bibliografia selecionada (leitura dinâmica a fim de verificar se o conteúdo atende a temática, objeto de estudo);
- b) Leitura Seletiva (leitura aprofundada e minuciosa do material com conteúdo que se adequa ao tema);
- c) Registro das informações obtidas das fontes de informação (ano, autores, publicação, resultados e conclusões);
- d) Tabulação dos dados financeiros, demonstrando comparativo entre os anos 2015 a 2017 dos fundos de investimento, destacando sua evolução.

4.3 Análise e Interpretação dos Resultados

Fase em que se realizou leitura analítica para fins de organizar e sumarização das informações contidas nas fontes de pesquisa, de modo a viabilizar a obtenção de respostas ao problema da pesquisa.

Quantitativamente, a partir da tabulação foram descritas análises dos resultados obtidos que indicam retorno entre o Investimento nos Fundos Imobiliários estudados e a aquisição direta de imóveis.

4.4 Discussão dos Resultados

Correlacionando o referencial teórico obtido e a temática do assunto a partir de escrutínio das fontes bibliográfica e análise documental realizou-se a discussão da temática e obtenção de resultados. O trabalho fundamenta-se no referencial teórico e nos objetivos para explorar as respostas alcançadas e os principais pensamentos e resultados coletados, buscando compreender os dados registrados nas fontes. Também partiu das análises dos dados quantitativos obtidos no intuito de indicar financeiramente as repercussões de investir em Fundo Imobiliário ou ainda na realização da aquisição direta de imóveis (TRIGUEIRO *et al.*, 2014)

5 ANÁLISE DE DADOS

No intuito de atender o objetivo do estudo em questão, faz-se necessária a análise comparativa entre o investimento direto em imóveis e o investimento em Fundos de Investimento Imobiliário, cujas cotas são adquiridas através da BM&FBOVESPA, cuja comparação se dará pela análise de cada um dos investimentos e seu comportamento frente ao cenário econômico brasileiro.

As informações foram compiladas a partir dos Informes Mensais de cada fundo, que estão disponíveis publicamente no site da CVM e da BM&FBOVESPA. Tais informações dispõem de dados sobre distribuição de rendimentos, patrimônio líquido, valor de quota patrimonial, quantidade de cotistas.

Optou-se pela análise de preços do m² da região Sudeste do país, que é composta pelos estados do Espírito Santo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo. E os FIIs escolhidos foram o Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional (CTXT11) e o Multigestão Renda Comercial Fundo de Investimento Imobiliário – FII (DRIT11B), através de análises individuais, por investimento e, posteriormente, uma análise global.

5.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA IMOBILIÁRIA

Inicialmente, é apresentada a compilação de informações de preço médio, mensalmente e em reais (R\$), do m² na região sudeste, dos anos de 2015 a 2017, conforme as Tabelas 1, 2 e 3, respectivamente.

Ano de 2015														
UF	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Média Anual	Rentabilidade Anual
Espírito Santo	1.251,28	1.253,99	1.258,81	1.261,89	1.322,82	1.337,24	1.341,45	1.343,49	1.345,87	1.359,54	1.366,57	1.367,82	1.317,56	9,47%
Minas Gerais	1.153,53	1.156,26	1.157,76	1.160,25	1.163,06	1.164,64	1.165,46	1.166,87	1.167,58	1.169,38	1.171,71	1.173,21	1.164,14	5,39%
Rio de Janeiro	1.219,60	1.221,25	1.223,72	1.283,44	1.285,73	1.288,05	1.289,49	1.290,62	1.290,83	1.290,92	1.292,31	1.294,48	1.272,54	6,29%
São Paulo	1.173,40	1.174,59	1.175,25	1.179,19	1.205,27	1.219,90	1.223,26	1.222,79	1.225,07	1.224,85	1.225,12	1.227,17	1.206,32	4,92%

Tabela 01 – Preço médio por m² região sudeste - 2015

Fonte: CBIC (2018). Elaborado pela autora (2018)

Ano de 2016														
UF	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Média Anual	Rentabilidade Anual
Espirito Santo	1.372,32	1.375,21	1.383,67	1.383,67	1.386,69	1.393,35	1.397,36	1.479,78	1.449,76	1.456,62	1.481,45	1.484,79	1.424,67	8,55%
Minas Gerais	1.177,02	1.183,37	1.257,73	1.259,32	1.260,13	1.260,82	1.261,74	1.263,40	1.264,09	1.264,36	1.265,50	1.266,87	1.248,70	7,98%
Rio de Janeiro	1.296,48	1.299,51	1.300,28	1.301,48	1.302,85	1.378,41	1.380,04	1.380,94	1.382,22	1.382,58	1.382,92	1.381,61	1.347,44	6,73%
São Paulo	1.232,14	1.232,70	1.232,86	1.234,38	1.234,67	1.276,68	1.292,18	1.292,27	1.295,08	1.295,64	1.295,63	1.295,25	1.267,46	5,55%

Tabela 02 – Preço médio por m² região sudeste - 2016
Fonte: CBIC (2018). Elaborado pela autora (2018)

Ano de 2017														
UF	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Média Anual	Rentabilidade Anual
Espirito Santo	1.489,39	1.490,84	1.491,44	1.492,40	1.494,09	1.528,47	1.530,82	1.533,44	1.542,93	1.544,72	1.548,35	1.550,32	1.519,77	4,41%
Minas Gerais	1.268,36	1.320,42	1.321,03	1.321,37	1.320,99	1.322,96	1.323,08	1.323,45	1.325,45	1.326,31	1.329,56	1.330,58	1.319,46	5,03%
Rio de Janeiro	1.380,62	1.381,07	1.382,41	1.383,48	1.383,63	1.426,24	1.426,90	1.428,55	1.429,03	1.430,48	1.433,44	1.434,22	1.410,01	3,81%
São Paulo	1.295,95	1.296,39	1.297,15	1.295,56	1.308,93	1.317,04	1.317,48	1.319,13	1.322,57	1.325,11	1.325,62	1.329,24	1.312,51	2,62%

Tabela 03 – Preço médio por m² região sudeste - 2017
Fonte: CBIC (2018). Elaborado pela autora (2018)

Observa-se pela Tabela 1 que no ano de 2015, a rentabilidade anual apurada para os Estados foi expressiva. De meados de 2014 a 2016, o Brasil passou por uma grave crise econômica. A crise econômica se uniu a uma crise política no país que resultou no *impeachment* da, então, presidente Dilma Rousseff e na insatisfação generalizada com o sistema político.

Em 2015, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro caiu 3,9% devido a uma queda nos salários, restrições ao crédito e aumento da taxa básica de juros. Em 2016, o PIB do brasileiro decresceu 3,6%, com reduções em todos os setores da economia. Foi a primeira vez desde 1931 que o Produto Interno Bruto sofreu queda dois anos consecutivos. Em 2017 primeiro trimestre a economia cresceu 1,4% e a recessão finalmente terminou.

5.2 ANÁLISE MACROECONÔMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

5.2.1 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CENTRO TÊXTIL INTERNACIONAL (CTXT11)

O Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional teve início em 18 de agosto de 1995 e é administrado e gerido pela Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. A taxa de administração paga pelo Fundo corresponde a um valor fixo de R\$ 20.000,00, atualizados anualmente pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) na base de 01/01/2013 e não há cobrança de taxa de performance. O Fundo é considerado pelo administrador como um investimento imobiliário de longo prazo, suas cotas são negociadas na BM&FBOVESPA e seu Ticker (código ação) é o CTXT11.

O Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional tem por objeto a aquisição de 75% da área total de 34.236.52 m², representada pelos terrenos designados lotes EN1, EN2, EN3 e EN4, situados na cidade de São Paulo - SP, na Avenida Engenheiro Roberto Zucollo, 555, onde situa-se o condomínio denominado Centro Têxtil Internacional – (ITM Expo) e a comercialização dos Salões de Uso.

As Tabelas 4, 5 e 6 apresentam mensalmente, nos anos de 2015 a 2017, os valores do Patrimônio Líquido, o valor patrimonial da cota e a rentabilidade patrimonial disponibilizadas pelo administrador no site da CVM, em cumprimento ao disposto no Art. 39 da Instrução CVM nº 472/08.

2015			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 129.429.195,51	3,5636	0,79%
Fevereiro	R\$ 129.363.157,75	3,5618	0,76%
Março	R\$ 129.346.822,45	3,5613	0,83%
Abril	R\$ 129.384.932,22	3,5624	0,88%
Maio	R\$ 129.500.680,61	3,5656	0,87%
Junho	R\$ 128.392.307,52	3,5350	0,86%
Julho	R\$ 128.496.649,95	3,5379	0,91%
Agosto	R\$ 128.552.292,59	3,5394	0,90%
Setembro	R\$ 128.415.588,71	3,5357	0,85%
Outubro	R\$ 128.491.539,14	3,5378	0,90%
Novembro	R\$ 121.192.674,61	3,3368	-4,81%
Dezembro	R\$ 121.108.761,50	3,3345	0,96%

(¹) Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 04 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional - 2015
Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

2016			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 121.279.027,50	3,3392	0,99%
Fevereiro	R\$ 121.351.247,90	3,3412	0,98%
Março	R\$ 121.381.309,49	3,342	0,99%
Abril	R\$ 121.369.873,69	3,3417	0,97%
Maio	R\$ 121.630.897,77	3,3432	1,021%
Junho	R\$ 121.394.598,20	3,3424	1,010%
Julho	R\$ 121.449.026,67	3,3439	1,1012%
Agosto	R\$ 121.478.289,75	3,3447	1,020%
Setembro	R\$ 121.478.072,23	3,3447	0,979%
Outubro	R\$ 121.499.828,87	3,35	0,9892%
Novembro	R\$ 122.275.752,91	3,366632	1,6057%
Dezembro	R\$ 122.319.795,14	3,367844	1,0256%

⁽¹⁾ Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 05 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional - 2016
Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

2017			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 122.435.773,85	3,371038	1,0840%
Fevereiro	R\$ 122.602.203,74	3,375620	1,0507%
Março	R\$ 122.686.041,93	876,328871	1,1287%
Abril	R\$ 122.805.030,85	877,178792	1,0670%
Maio	R\$ 123.010.723,80	3,386868	1,1569%
Junho	R\$ 123.107.538,91	3,389534	1,0604%
Julho	R\$ 123.143.055,11	3,390511	1,0157%
Agosto	R\$ 123.310.285,05	3,395116	1,1428%
Setembro	R\$ 123.389.715,44	3,397303	1,0781%
Outubro	R\$ 123.459.112,24	3,399213	1,0692%
Novembro	R\$ 124.956.858,49	3,440451	2,2257%
Dezembro	R\$ 123.922.563,27	3,411974	0,1726%

⁽¹⁾ Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 06 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional - 2017
Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

Pelo relatório do administrador do FII, foi possível realizar análises a seguir.

5.2.1.1 DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS

A Tabela 7 expressa a relação em reais para cada cota distribuída pelo Fundo, em periodicidade mensal.

No mês de dezembro/2017 foram anunciados rendimentos no importe de R\$ 1.250.000, o equivalente a R\$ 0,03441639 por cota. O valor representa um *dividend yield* anual de 9,6%, com base na cota em 29/12/2017.

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2015	0,0289	0,0300	0,0301	0,0278	0,0307	0,0304	0,0292	0,0304	0,0338	0,297	0,0310	0,0335	0,3655
2016	0,0284	0,0314	0,0321	0,0328	0,0326	0,0346	0,0323	0,0333	0,0328	0,0325	0,0324	0,0333	0,3885
2017	0,0343	0,0300	0,0328	0,0358	0,0335	0,0335	0,0335	0,0341	0,0344	0,0344	0,0344	0,0344	0,4050
Δ^*	20,9%	-4,5%	11,4%	-0,2%	2,7%	-3,4%	3,5%	2,5%	5,0%	5,9%	6,3%	3,3%	4,2%

(*)Nota: Variação comparativa entre os meses de 2016 a 2017

Tabela 07 – Comparação entre os rendimentos distribuídos nos anos de 2015 a 2017
Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

No geral, em 2015, A distribuição de rendimentos do Fundo apresentou variação positiva de 21,5% em comparação ao mesmo período do ano passado, principalmente devido ao aluguel faturado maior e desembolsos de benfeitorias inferiores, totalizando uma diferença de aproximadamente R\$160 mil, contra dezembro de 2014.

Em 2016, o empreendimento apresentou uma variação positiva de aluguéis faturados, em comparação ao mesmo período do 2015, totalizando R\$1,9 milhões, 9,2% acima de dezembro/15 e totalizando R\$23 milhões em 2016. No ano, o resultado operacional do empreendimento foi de R\$20 milhões e encerrou o ano de 2016 com um resultado 2,0% acima ao orçado.

Em 2017, fato relevante publicado no dia 08 de janeiro de 2018, foi formalizado a renovação de aluguel com o principal locatário do fundo, Itaú Unibanco S.A., de forma que o prazo do contrato foi estendido por 5 anos, a partir de 1.º de setembro de 2017 e o valor do aluguel mensal renegociado, encerrando o subsídio da taxa condominial existente até então, de modo que o aluguel foi efetivamente reduzido em 19%.

5.2.1.2 RENTABILIDADE

A Tabela 8 e Tabela 9 demonstram a comparação da rentabilidade do Fundo pelos índices CDI e IFIX, referente ao mês de dezembro/2017:

	Mês	Ano	12 meses	Desde o Início (Dez/2012)
<i>Rentabilidade Total*</i>				
FII Centro Têxtil Internacional	-15,45%	15,70%	15,70%	69,20%
IFIX	0,60%	19,41%	19,41%	41,51%

* Rentabilidade calcula através do método da cota ajustada, ou seja, assume-se que os proventos pagos são revestidos no próprio FII.

Tabela 08 – Comparação de rentabilidade dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

	Mês	Ano	12 meses	Desde o Início (Dez/2012)
<i>Rentabilidade das Distribuições de Rendimentos*</i>				
FII Centro Têxtil Internacional	0,67%	9,96%	9,96%	60,45%
CDI Líquido (15% de IR)	0,46%	8,44%	8,44%	59,48%

* Rentabilidade calcula através da soma dos rendimentos pagos divididos pelo valor da cota adquirida em mercado secundário no fim do mês anterior ao período correspondente

Tabela 09 – Comparação de rentabilidade total dos fundos dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

O Gráfico 1, a seguir, apresenta a rentabilidade do Fundo de 2015 a 2017, comparando os índices do CDI e do IFIX:

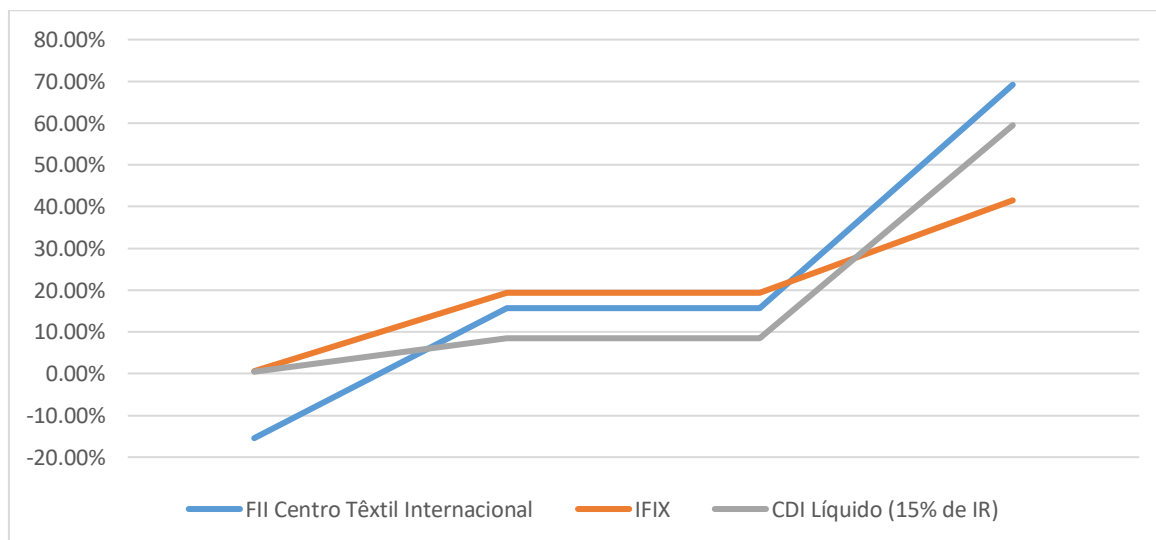


Gráfico 01 – Comparação de rentabilidade do fundo pelos índices CDI e IFIX dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

5.2.2 MULTIGESTÃO RENDA COMERCIAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII (DRIT11B)

O Multigestão Renda Comercial Fundo de Investimento Imobiliário teve início em 09 de dezembro de 2008 e é administrado e gerido pela Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. A taxa de administração paga pelo Fundo corresponde a 0,25% a.a. sobre o Patrimônio Líquido, com valor mínimo de R\$ 6.000,00 mensais e não há cobrança de taxa de performance. O Fundo é considerado pelo administrador como um investimento imobiliário de longo prazo, suas cotas são negociadas no Mercado de Balcão e seu Ticker (código ação) é o DRIT11B (MULTIGESTÃO, 2018).

O objetivo do Fundo é a aquisição, exploração e venda de (i) imóveis comerciais; (ii) lajes corporativas; (iii) conjuntos comerciais nos principais centros urbanos; (iv) lojas; (v) participações e direitos sobre empreendimentos imobiliários destinados à atividade comercial; (vi) vagas de garagem; (vii) terrenos, localizados em todo território brasileiro, em especial nos grandes centros urbanos do país, livres e desembaraçados de quaisquer ônus e gravames assim como inclui a possibilidade de o Fundo investir em cotas de outros fundos imobiliários, certificados de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário e letras hipotecárias na existência de disponibilidade financeira não aplicadas em bens imóveis ou direitos a eles relacionados (MULTIGESTÃO, 2018).

As Tabelas 10, 11 e 12 apresentam mensalmente, nos anos de 2015 a 2017, os valores do Patrimônio Líquido, o valor patrimonial da cota e a rentabilidade patrimonial disponibilizadas pelo administrador no site da CVM, em cumprimento ao disposto no Art. 39 da Instrução CVM nº 472/08.

(Vide página 32)

2015			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 64.211.090,39	138,6019	0,59%
Fevereiro	R\$ 64.253.673,11	138,6939	0,66%
Março	R\$ 64.275.403,09	138,7408	0,63%
Abril	R\$ 64.269.501,82	138,7280	0,58%
Maio	R\$ 64.324.984,72	138,8478	0,68%
Junho	R\$ 63.974.084,52	138,0904	0,64%
Julho	R\$ 64.025.965,53	138,2023	0,68%
Agosto	R\$ 64.058.969,52	138,2736	0,65%
Setembro	R\$ 64.110.203,47	138,3842	0,67%
Outubro	R\$ 64.041.073,40	138,2350	0,49%
Novembro	R\$ 59.991.427,87	129,4936	-5,73%
Dezembro	R\$ 59.615.679,64	128,6826	0,01%

⁽¹⁾ Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 10 – Informações do Multigestão Renda Comercial FII - 2015

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

2016			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 59.615.913,08	R\$ 128,6831	0,42 %
Fevereiro	R\$ 59.432.933,50	R\$ 128,2881	0,02 %
Março	R\$ 59.755.437,62	R\$ 128,9843	1,01 %
Abril	R\$ 59.968.130,95	R\$ 129,4434	0,87 %
Maio	R\$ 59.943.859,25	R\$ 129,3910	0,500%
Junho	R\$ 59.749.402,98	R\$ 128,9712	0,541%
Julho	R\$ 59.790.492,86	R\$ 129,0599	0,578%
Agosto	R\$ 59.663.697,44	R\$ 128,7862	0,263%
Setembro	R\$ 59.663.697,44	R\$ 128,7862	0,263%
Outubro	R\$ 59.705.863,58	R\$ 128,88	0,4745%
Novembro	R\$ 58.767.362,79	R\$ 126,851458	1,5250%
Dezembro	R\$ 58.832.061,38	R\$ 126,991112	0,5200%

⁽¹⁾ Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 11 – Informações do Multigestão Renda Comercial FII - 2016

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

2017			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor Patrimonial da Cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência ⁽¹⁾
Janeiro	R\$ 58.884.122,66	R\$ 127,103488	0,4980%
Fevereiro	R\$ 58.807.910,81	R\$ 126,938982	0,4091%
Março	R\$ 58.628.250,71	R\$ 126,551179	0,4823%
Abril	R\$ 58.979.388,19	R\$ 127,309122	2,4559%
Maio	R\$ 58.258.424,32	R\$ 125,752896	0,1129%
Junho	R\$ 58.256.261,74	R\$ 125,748228	0,3939%
Julho	R\$ 58.354.826,87	R\$ 125,960984	0,5668%
Agosto	R\$ 58.460.374,55	R\$ 126,188813	0,6017%
Setembro	R\$ 58.476.186,88	R\$ 126,222944	0,4470%
Outubro	R\$ 58.520.110,19	R\$ 126,317754	0,5504%
Novembro	R\$ 57.848.766,97	R\$ 124,868636	-0,6326%
Dezembro	R\$ 57.837.529,34	R\$ 124,844379	0,4211%

⁽¹⁾ Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência (%) = [(Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês de referência + Soma das amortizações por cota realizadas no mês de referência)/Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)]

Tabela 12 – Informações do Multigestão Renda Comercial FII - 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

Pelo relatório do administrador do FII, tem-se que:

5.2.2.1 DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS

A Tabela 13 e 14 expressa a relação em reais para cada cota distribuída pelo Fundo, em periodicidade mensal

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2015	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	0,8200	9,84
2016	0,70	0,6600	0,4200	0,6000	0,6600	0,7000	0,6600	1,1200	0,6000	0,5200	0,5200	0,5200	7,68
Δ*	-14,63%	-20%	-49%	-27%	-20%	-15%	-20%	37%	-27%	-37%	-37%	-37%	-22%

(*)Nota: Variação comparativa entre os meses de 2015 a 2016

Tabela 13 – Comparação entre os rendimentos do Multigestão Renda Comercial FII distribuídos nos anos de 2015 a 2016

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2016	0,70	0,66	0,42	0,60	0,66	0,70	0,66	1,12	0,60	0,52	0,52	0,52	6,12
2017	0,52	0,60	0,52	1,0	2,35	1,70	0,5000	0,5000	0,5300	0,6000	0,6000	0,6500	10,07
Δ^*	-25,71%	-9,09%	23,81%	66,67%	256,06%	142,86%	-24,24%	-55,36%	-11,67%	15,38%	15,38%	25,00%	64,54%

(*)Nota: Variação comparativa entre os meses de 2016 a 2017

Tabela 14 – Comparação entre os rendimentos do Multigestão Renda Comercial FII distribuídos nos anos de 2016 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

O Fundo distribuiu rendimentos no valor de R\$ 301.130,05, o equivalente a R\$0,650 por cota. O valor representa um *dividend yield* anual de 6,2 % com base na cota em 29/12/2017.

5.2.2.2 RENTABILIDADE

As Tabelas 15 e 16 apresentam dados de dezembro/2017, fazendo comparação entre a rentabilidade do Fundo frente aos índices CDI e IFIX:

	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o Início (Dez/2012)
<i>Rentabilidade Total*</i>					
FII Centro Têxtil Internacional	4,68%	24,81%	24,81%	45,38%	114,78%
IFIX	0,60%	19,41%	19,41%	58,02%	104,35%

* Rentabilidade calcula através do método da cota ajustada, ou seja, assume-se que os proventos pagos são revestidos no próprio FII.

Tabela 15 – Comparação de rentabilidade dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o Início (Dez/2012)
<i>Rentabilidade das Distribuições de Rendimentos*</i>					
FII Centro Têxtil Internacional	0,54%	9,17%	9,17%	17,50%	57,97%
CDI Líquido (15% de IR)	0,46%	8,44%	8,44%	21,52%	79,15%

* Rentabilidade calcula através da soma dos rendimentos pagos divididos pelo valor da cota adquirida em mercado secundário no fim do mês anterior ao período correspondente

Tabela 16 – Comparação de rentabilidade total dos fundos dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

O Gráfico 2 apresenta a rentabilidade do Fundo de 2015 a 2017 frente aos índices CDI e IFIX:

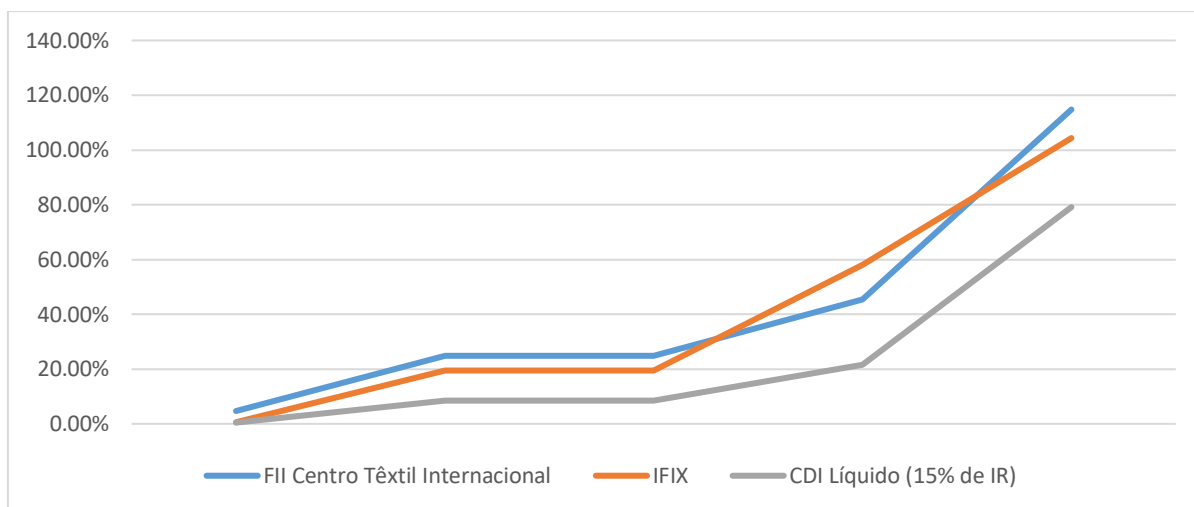


Gráfico 02 – Comparação de rentabilidade do fundo Multigestão Renda Comercial FII pelos índices CDI e IFIX dos anos de 2015 a 2017

Fonte: BM&FBOVESPA (2018). Elaborado pela autora (2018)

No ano de 2015 no setor de fundos imobiliários foram registradas 10 ofertas públicas de novos fundos, com valores superiores a R\$ 10,6 bilhões de reais. Em 2016 houve a maior desvalorização das cotas que se recuperou em 2017 e vem evoluindo em 2018 (BM&FBOVESPA, 2018). O Gestor do fundo informou que o Fundo continua enfrentando um evento de inadimplência pontual referente ao seu imóvel no Edifício Brasilinterpart, correspondente a aproximadamente 14,1% da receita imobiliária atual do Fundo. No entanto, devido aos lucros acumulados no semestre, a distribuição foi mantida em R\$0,82 por cota. Informamos também que tivemos um evento de despesa extraordinária no Fundo, referente aos valores em atraso de condomínio e IPTU do locatário inadimplente, arcadas pelo Fundo, nos valores de R\$129.887,26 e R\$26.876,98 respectivamente, com reflexos na distribuição do mês seguinte. Já foram tomadas todas as medidas necessárias para que os valores devidos sejam pagos ao Fundo com a maior brevidade possível (CENTRO, 2018).

O Gestor do Fundo informou que em 2016, o Fundo apresentou vacância física de 20,7% e financeira de 11,8%, representadas pelo conjunto 151 do edifício Berrini 1.511 e pelo 8º andar do edifício Brasilinterpart. A alteração do número da vacância financeira de 18,3% para 11,8% foi consequência da revisão da expectativa de valores de locação para os andares que atualmente encontram-se desocupados. A equipe de gestão tem envidado melhores esforços para conseguir alugar esses dois imóveis no curto período de tempo.

Em 2017 o fundo sofreu redução de resultado no mês de dezembro, tendo em vista as carências negociada e consequente redução no resultado do Fundo, fazendo-se necessário ajustar o valor de distribuição de rendimentos para R\$ 0,60/cota a ser paga em janeiro de 2018.

6 CONCLUSÃO

O trabalho ora apresentado demonstrou um comparativo entre o retorno de investimento em Fundos Imobiliários e o de investimento em aquisição direta de imóveis no período de 2015 a 2017, com intuito de verificar: a) existência ou não de diferença no custo de entrada; b) identificar qual investimento tem maior liquidez; c) identificar vantagens e desvantagens de cada investimento.

Quanto à existência ou não de diferença no custo de entrada, há diferença uma vez que é possível ingressar no fundo com investimentos inferiores ao valor de aquisição de uma propriedade.

No que concerne a identificar qual investimento tem maior liquidez, a possibilidade de venda do FIIs em relação a venda de um imóvel é substancialmente diferente, uma vez que um imóvel normalmente leva um certo tempo para que a venda do bem se concretize, ou seja, tem menor liquidez.

Outra vantagem encontrada ao investir em FIIs vem do fato de não ter que lidar com problemas inerentes ao aluguel de um imóvel ou vacância do mesmo, inadimplência e manutenções. Adiciona-se a isso a flexibilidade de investimento dos FIIs, uma vez que é possível investir em propriedade comerciais, shoppings, marina ou em grupos de residências (de veraneio),

O investimento direto em imóveis apresenta vantagens sobre o investimento em FIIs, a saber: a) como investidor direto imobiliário não há submissão a um gestor de fundos, decidindo valor de aluguel, número de propriedades para compra, para quem aluga ou vender sua propriedade; b) com imóveis diretos, o investidor pode tirar proveito de incentivos fiscais, como estratégias de anular a depreciação para ter uma dedução fiscal de hipoteca; c) os retorno de investimento são mais volumosos em virtude do volume investido.

Vale ressaltar que os valores efetivamente pagos pela aquisição de um imóvel divergem dos anunciados pelos vendedores e efetivamente declarados nos cartórios em virtude de taxas e impostos que sobre ele incidem.

7 REFERENCIA

BACCI, André L F S. **Introdução aos Fundos de Investimento Imobiliário**. 2018. Edição do Kindle.

BM&FBOVESPA. **Informe Mensal de Fundos de Investimentos Imobiliários**: Centro Têxtil Internacional. 2018. Disponível em: <<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM?cnpjFundo=762723000128>>. Acesso em: 14 dez. 2018.

BM&FBOVESPA. **Informe Mensal de Fundos de Investimentos Imobiliários**: Multigestão Renda Comercial FII. 2018. Disponível em: <<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM?cnpjFundo=10456810000100>>. Acesso em: 14 dez. 2018.

BRASIL. Lei n. 8668, de 25 de jun. de 1993. Lei No 8.668, DE 25 DE JUNHO DE 1993. **Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências**. Brasília, jun. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm>. Acesso em: 10 dez. 2018.

BOULDRY, W. I., COULSON, E., KALLBERG, J.G., LIU, C.H. **On the Hybrid Nature of REITs**. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 4 (1), 230-249, 2012.

CBIC, Câmara Brasileira da Indústria da Construção. **CUB Médio Brasil** - Custo Unitário Básico de Construção por m². 2018. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/menu/custo-da-construcao/cub-medio-brasil-custo-unitario-basico-de-construcao-por-m2>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

CENTRO Têxtil Internacional. 2018. Disponível em: <<https://www.riobravo.com.br/EstrategiasInvestimento/Paginas/FII-CentroTextilInternacional.ASPX>>. Acesso em: 14 dez. 2018.

CHAVES, Egbert Specian. **Guia de Investimentos em Fundos Imobiliários**. 2018. Edição do Kindle.

CONSENTINO, R. F. S., & Alencar, C. T. **Fundos de Investimento Imobiliário**: Análise do desempenho e comparação com US-REITs, UK-REITs, G- REITs e SIIC. Paper presented at 11ª LARES International Conference, São Paulo, Brazil. 2011. Extraído de: https://writing.wisc.edu/Handbook/DocAPARReferences_Conf.html.

CLAYTON, J., & Mackinnon, G. **The Relative Importance of Stock, Bond and Real Estate Factors in Explaining REIT Returns**. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 21 (1), 39-60, 2003.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Consulta de informe mensal de fundos de investimento imobiliário**. 2018. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/ResultListaPartic.aspx?TPConsult=9>>. Acesso em: 14 dez. 2018.

DE CASTRO, M.A.F. (2012). **Cointegração na Indústria de Fundos Imobiliários no Brasil**. Unpublished master's degree dissertations, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza.
De OLIVEIRA RAMOS, João Henrique Marques. **Investindo em Fundos de Investimento Imobiliário: um panorama sobre a realidade nacional dos FIIs**. 2018. Edição do Kindle.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar um projeto de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2010.

GILIBERTO, S.M. (1990). **Equity Real Estate investment Trusts and Real Estate Returns**. *The Journal of Real Estate Research*, 5 (2), 260-263 1990.

GLASCOCK, J, LU, C., SO, R. (2000). **Further Evidence on the Integration of REIT, Bond and Stock Returns**. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20 (2), 177- 194.

Guia CVM do investidor: **fundos de investimento imobiliário**/Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015. 20p. (Guia CVM, 01).

HE, W., WEBB, J., MYER, F.C.N. **Interest Sensitivities of REIT Returns**. *International Real Estate Review*, 6 (1), 1-2, 2003.

HOESLI, M; & OIKARINEN, E. (2012). **Are REITs Real Estate?** Evidence from International Sector Level Data. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, (12), 1- 58.

INSTRUÇÃO CVM 472. Brasil: Online, 2008. 71 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

INSTRUÇÃO CVM 205. Brasil: Online, 1994. 19 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst205consolid.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

LEE, S., & Stevenson, S. (2005). **The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run**. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 11 (1), 55-80.

LING, D., & Naranjo, A. (1999). **The integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets**. *Real Estate Economics*, 27, 483-516.

MARTINS, G. D. A.; THEOPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MILANI, B., & Ceretta, P.S. (2013). **Do Brazilian REITs depend on Real Estate sector companies or Overall Market?** *Economics Bulletin*, 33 (4), 2948-2957.

MUELLER, A. G., & Muller G. R. (2003). **Public and Private Real Estate in a Mixed-Asset Portfolio**. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 9, 193–203.

MULTIGESTÃO Renda Comercial FII. 2018. Disponível em: <<https://www.riobravo.com.br/EstrategiasInvestimento/Paginas/FII-MultigestaoRendaComercialFII.ASPX>>. Acesso em: 15 dez. 2018.

PARKER, D. 2011. **Global Real Investment Trusts: people, process and management**. 1st ed. Blackwell, West Sussex.

SEBASTIAN, S., & Zhu, B. (2012). **Real Estate Securities, Real Estate or Equities? An international Analysis**. Extraído de: [rities_real_estate_or_equities_REPORT_1342611251847.pdf](#)

SECURATO, J. R., Amato, F. B., Takaoka, M. V., Lima Junior, J. R. **Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: Uma Análise do Desempenho Recente e seus Fatores de Influência**. (2005, august). Paper presented at VIII SEMEAD - Seminários em Administração, São Paulo, Brazil. Disponível em: http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/resultado/an_resumo.asp?cod_trabalho=136.

TRIGUEIRO, Rodrigo de M; RICIERI, Marilucia; FREGONEZE, Gileine B.; BOTELHO, Joacy M. **Metodologia científica**. Londrina: Editora e Distribuidora Educacional S.A., 2014.

WESTERHEIDE, P. **Cointegration of Real Estate Stocks and REITs with Common Stocks, Bonds and Consumer Price Inflation: an International Comparison**. (August, 2006). Centre of European Research Discussion. Retrieved from <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp06057.pdf>.